

Cena docelowa [PLN]	386
Wycena DCF [PLN]	399
Wycena porównawcza [PLN]	369
Cena rynkowa [PLN]	366
Pot.wzrostu/spadku [%]	5,46%
Kapitalizacja [mln PLN]	1 669,7
Free float [mln PLN]	620,0
Sektor	DYSTRYBUCCJA LEKÓW
Kod GPW	NEU
Bloomberg	NEU PW

**Analitik:**

**Tomasz Czarnecki**  
Tel.: (22) 53 95 542  
**Artur Wizner**  
Tel.: (22) 53 95 548

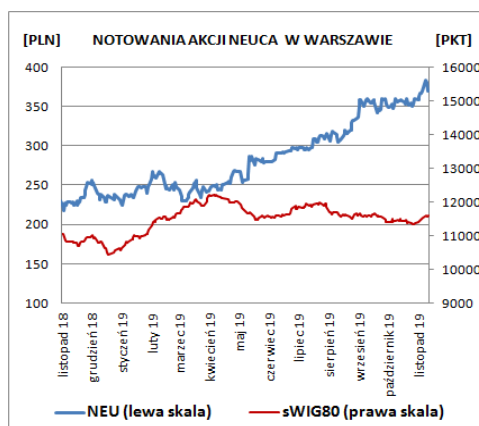
**Profil Spółki:**

Jeden z liderów w hurtowej dystrybucji farmaceutyków w Polsce. Grupa poprzez spółkę Synoptis Pharma, prowadzi działalność w zakresie zarządzania produktami własnymi: Apteo, Genoptim, CERA+. W skład Grupy wchodzi również NEUCA MED, odpowiedzialna za rozwój usług i produktów dla pacjenta. W skład tego segmentu wchodzi przychodnie lekarskie Świat Zdrowia, firmy zajmujące się badaniami klinicznymi oraz spółka odpowiedzialna za rozwój usług telemedycznych.

Źródło: [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl)

<b>Główni Akcjonariusze :</b>	<b>[%]</b>
Kazimierz Herba*	27,94
Wiesława Herba	24,56
Tomasz Wesotowski*	10,37
Pozostali	37,13

)\* z podmiotami powiązanymi



# NEUCA S.A.

## Raport Analityczny

Aktualizacja raportu wraz z komentarzem do wyników za IIIQ'19

**DOMINATOR** pokazuje solidne wzrosty we wszystkich segmentach – nasza wycena wzrasta.

Publikacja wyników za III Q'19 pokazuje wyśmienitą formę największego hurtowego dystrybutora leków w Polsce, który mimo braku istotnego wzrostu udziału w rynku hurtu aptecznego, (spółka ma nadal ok. 30%), prezentuje bardzo dobre wyniki za IIIQ'19 na poziomie EBIT+20%, oraz EBITDA+32% r/r.

Sprawność operacyjna oraz dobra dynamika przychodów z segmentów usług dla pacjentów tj. przychodni zdrowia, telemedycyny czy badań klinicznych wykazuje się dodatnią kontrybucją do wyników finansowych Grupy Neuca S.A. w 2019 r. i może stanowić istotną wartość dla Grupy już w najbliższej przyszłości.

Neuca udowadnia, że nawet na tak trudnym regulacyjnie rynku przy ograniczonych ustawowo marżach można skutecznie rozwijać biznes.

[mln PLN]	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>7 753</b>	<b>8 198</b>	<b>8 163</b>	<b>8 324</b>	<b>8 471</b>	<b>8 605</b>
<b>EBITDA</b>	154,6	161,5	212,0	172,5	177,3	180,6
<i>marża EBITDA</i>	2,0%	2,0%	2,6%	2,1%	2,1%	2,1%
<b>EBIT</b>	127,0	166,7	133,9	136,8	138,1	141,7
<b>Wynik netto</b>	<b>98,3</b>	<b>125,2</b>	<b>104,4</b>	<b>106,5</b>	<b>107,3</b>	<b>110,2</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>638,8</b>	<b>682,3</b>	<b>812,1</b>	<b>894,7</b>	<b>959,5</b>	<b>1 032,3</b>
<b>Dług netto</b>	319,5	347,2	314,1	286,5	232,2	180,9
<b>P/E</b>	17,0	13,3	16,0	15,7	15,6	15,1
<b>P/BV</b>	2,6	2,4	2,1	1,9	1,7	1,6
<b>EV/EBITDA</b>	12,9	12,5	9,4	11,3	10,7	10,2
<b>DY</b>	1,8%	2,0%	2,2%	2,5%	2,8%	3,2%
<b>DY skorygowane</b>	5,7%	7,3%	3,8%	3,9%	4,2%	4,5%

# NEUCA S.A.

## Aktualizacja Raportu Analitycznego

### Spis treści

1. OSTATNIE WYDARZENIA WPŁYWAJĄCE NA WYCENĘ .....	3
2. ZMIANA PROGNOZ FINANSOWYCH.....	3
3. WYCENA .....	4
4. STRATEGIA.....	7
5. PROGNOZY FINANSOWE.....	8
6. CZYNNIKI RYZYKA .....	9
ZASTRZEŻENIA PRAWNE.....	13

GRUPA **NEUCA**

*Wykorzystany plik graficzny pochodzi od Spółki.*

*Niniejszy raport analityczny został opracowany na zlecenie GPW w ramach Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego i jest przeznaczony do publicznej wiadomości dla nieoznaczonego adresata. Udostępnia się go odbiorcom poprzez publikację na stronie internetowej Domu Maklerskiego Banku BPS S.A.: [www.dmbps.pl](http://www.dmbps.pl) oraz na stronie internetowej GPW: [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl). Dodatkowo materiały te rozpowszechnia się za pośrednictwem środków komunikacji elektronicznej (adres e-mail) pod warunkiem uzyskania uprzedniej zgody odbiorcy.*

Warszawa, 15 listopada 2019 r.

## 1. OSTATNIE WYDARZENIA WPŁYWAJĄCE NA WYCENĘ

- ✚ Redukcja kosztów prowadzona zarówno w 2018 roku jak i w bieżącym roku, zrealizowana poprzez automatyzację procesów, redukcję kosztów energii oraz zwolnienia pracowników przynosi zakładane efekty finansowe. Logistyka, magazynowanie oraz transport są największą grupą kosztową w Spółce.
- ✚ Bardzo dobre wyniki za II i III Q 2019 roku – oraz nadspodziewanie dobry początek roku w sprzedaży produktów farmaceutycznych. Średnia miesięczna wartość obrotów w aptekach wynosiła 210,1 tys. zł za trzy pierwsze kw. 2019 i była o 8,1% wyższa w stosunku do analogicznego okresu w roku poprzednim.
- ✚ Coraz lepszy rozwój w segmentach usług dla pacjentów i badań klinicznych pozytywnie kontrybuujących do wyniku.
- ✚ Aktywna polityka dywidendowa, zakładająca wzrost dywidendy między 10 a 15%, cały czas wzmacniana poprzez skup akcji.
- ✚ Umocnienie pozycji lidera w segmencie hurtu farmaceutycznego oraz koncentrowanie się na jak najlepszej współpracy z klientami, badając ich satysfakcję oraz zaufanie m.in. za pomocą wskaźnika NPS (ang. Net Promotor Score) oraz wdrażając bardziej elastyczne wersje programów współpracy IPRA (IPRA+) oraz Partner+ (Partner).
- ✚ Przejęcie od Johnson and Johnson dystrybucji glukometrów **One Touch**® na Polskę na podstawie umowy na wyłączność.
- ✚ Informacje o trwających rozmowach z Ministerstwem Zdrowia nad zapotrzebowaniem oraz ustalaniem cen leków na receptę (Rx), które spółka produkuje pod marką *Genoptim*®, oraz na których uzyskuje znacznie wyższe marże niż na innych produktach własnych.

## 2. ZMIANA PROGNOZ FINANSOWYCH

Poniżej przedstawiamy zmiany prognoz na lata 2019-2020.

### Neuca - zmiany prognoz

RACHUNEK WYNIKÓW (w tys. zł)	2019P			2020P		
	Nowe	Stare	Zmiana	Nowe	Stare	Zmiana
<b>PRZYCHODY ZE SPRZEDAŻY</b>	<b>8 197,7</b>	<b>7 882,5</b>	<b>4%</b>	<b>8 163,4</b>	<b>8 047,9</b>	<b>1%</b>
Przychody ze sprzedaży	8 197,7	7 882,5	4%	8 163,4	8 047,9	1%
<b>KOSZTY SPRZEDANYCH PRODUKTÓW</b>	<b>7 374,8</b>	<b>7 116,4</b>	<b>4%</b>	<b>7 367,5</b>	<b>7 265,7</b>	<b>1%</b>
Amortyzacja	45,3	36,6	24%	38,5	38,5	0%
Koszty sprzedaży	453,2	429,6	5%	444,9	438,6	1%
Koszt ogólnego zarządu	177,1	189,2	-6%	195,9	193,1	1%
<b>WYNIK ZE SPRZEDAŻY</b>	<b>192,7</b>	<b>147,3</b>	<b>31%</b>	<b>155,1</b>	<b>150,4</b>	<b>3%</b>
<b>EBIT</b>	<b>166,7</b>	<b>126,4</b>	<b>32%</b>	<b>133,9</b>	<b>130,9</b>	<b>2%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>212,0</b>	<b>162,9</b>	<b>30%</b>	<b>172,5</b>	<b>169,4</b>	<b>2%</b>
<b>WYNIK NETTO</b>	<b>125,2</b>	<b>98,7</b>	<b>27%</b>	<b>104,4</b>	<b>102,4</b>	<b>2%</b>

Źródło: P - prognozy DM Banku BPS S.A.

Notowania 15.11

366

Metoda wyceny	TP (PLN)	Potencjał wzrostu (%)	Waga (%)
DCF	399	50%	50%
Mnożnikowa	369	50%	50%
<b>Średnia</b>	<b>384</b>		
Potencjał wzrostowy	5%		

Źródło: DM Banku BPS S.A.

Poprzednia wycena	Stary TP (PLN)	Zmiana
DCF	369	8%
Mnożnikowa	233	58%
<b>Średnia</b>	<b>307</b>	<b>25%</b>

### 3. WYCENA

Wartość akcji Neuca S.A. na podstawie wyceny DCF, szacujemy na 399 PLN, a na podstawie wyceny porównawczej na 369 PLN.

[PLN]	Waga	Cena
Wycena porównawcza	50%	369
Wycena DCF	50%	399
Cena wynikowa		384
<b>Cena docelowa na koniec roku 2019</b>		<b>386</b>

Źródło: DM Banku BPS S.A., Bloomberg

#### Wycena porównawcza

W analizie porównawczej wycenę akcji Neuca S.A. odnieśliśmy do wybranej grupy porównawczej spółek notowanych na różnych rynkach o podobnym profilu działalności. Po kilku latach rozwijania segmentów biznesu badań klinicznych oraz usług dla pacjentów, w tym również przez akwizycje, spółka osiągnęła skalę, która pozwala na zwiększanie przychodów przy stabilnych kosztach. Zgodnie z deklaracjami zarządu 10% przychodów spółki pochodzące z tych segmentów generuje adekwatnie 10% kosztów. Strategia określająca takie proporcje ma zostać utrzymana przez najbliższe lata.

W związku z powyższym nasza wycena porównawcza również będzie to odzwierciedlać. Dla spółek z segmentu dystrybucja farmaceutyków przypisaliśmy wagę 90%, i odpowiednio 10% dla firm prowadzących badania kliniczne.

#### Wycena porównawcza segmentu hurtu aptecznego

Dystrybutorzy farmaceutyków	Kraj	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
ORIOLA CORP - A S	Finlandia	21,0	12,0	11,4	2,2	2,0	1,9	7,6	6,0	5,8
UDG HEALTHCARE PLC	Irlandia	21,2	19,1	17,2	3,0	2,8	2,6	14,0	12,7	11,5
MCKESSON CORP	Stany Zjednoczone	10,9	10,2	9,5	2,9	3,4	3,1	9,2	8,9	8,9
CARDINAL HEALTH INC	Stany Zjednoczone	10,9	11,1	10,6	2,6	3,7	3,5	8,6	8,7	8,5
AMERISOURCEBERGEN CORP	Stany Zjednoczone	12,2	11,5	10,7	5,6	4,5	3,6	7,9	7,6	7,3
WALGREENS BOOTS ALLIANCE INC	Stany Zjednoczone	10,5	10,6	10,2	2,3	1,9	1,8	8,4	9,0	9,0
AUSTRALIAN PHARMA INDUS LTD	Australia	12,5	14,6	12,9	1,3	1,3	1,2	7,1	7,2	7,0
<b>Mediana</b>		<b>12,2</b>	<b>11,5</b>	<b>10,7</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>	<b>2,6</b>	<b>8,4</b>	<b>8,7</b>	<b>8,5</b>
NEUCA SA	Polska	13,3	16,0	15,7	2,4	2,1	1,9	9,5	11,5	11,0
premia (dyskonto)		9%	39%	46%	-6%	-27%	-29%	13%	32%	29%
Implikowana wycena (w mln zł)		1 531,3	1 198,4	1 140,9	1 777,6	2 286,8	2 352,7	1 480,3	1 265,0	1 289,9

Źródło: DM Banku BPS S.A., Bloomberg

## Wycena porównawcza segmentu badań klinicznych

Firmy prowadzące badania kliniczne	Kraj	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
ICON PLC	Irlandia	22,5	20,1	18,1	5,1	4,5	3,8	16,6	15,1	14,0
SYNEOS HEALTH INC	Stany Zjednoczone	16,7	14,2	12,8	1,8	1,7	1,5	12,9	11,8	11,1
PRA HEALTH SCIENCES INC	Stany Zjednoczone	20,6	18,2	16,1	6,7	5,6	4,0	15,2	13,7	12,4
MEDPACE HOLDINGS INC	Stany Zjednoczone	24,9	22,3	19,5	3,7	3,3	3,0	17,6	15,6	13,9
<b>Mediana</b>		<b>21,5</b>	<b>19,1</b>	<b>17,1</b>	<b>4,4</b>	<b>3,9</b>	<b>3,4</b>	<b>15,9</b>	<b>14,4</b>	<b>13,2</b>
NEUCA SA	Polska	13,3	16,0	15,7	2,4	2,1	1,9	9,5	11,5	11,0
premia (dyskonto)		-38%	-16%	-8%	-45%	-47%	-45%	-40%	-20%	-16%
Implikowana wycena (w mln zł)		2 694,8	1 996,8	1 818,2	3 028,8	3 169,6	3 057,3	2 789,0	2 086,0	1 991,3

Źródło: DM Banku BPS S.A., Bloomberg

## Wycena DCF

W analizie DCF przyjęto następujące założenia:

- ✚ Beta na poziomie: 0,65 (co wynika z oszacowania Beta indeksu sWIG80 względem indeksu WIG).
- ✚ Premia za ryzyko: 5,5%.
- ✚ Stopa wolna od ryzyka: 1,71 % (co odpowiada WIBOR3M).
- ✚ Przyszłe przepływy pieniężne dyskontujemy na dzień analizy.
- ✚ Stopa wzrostu po okresie prognozy: 0,5% (co wynika z analizy regresji).
- ✚ W związku z tym, że spółka zamierza uzyskiwać 10% przychodów z segmentu usług dla pacjentów, taka struktura została uwzględniona w wycenie DCF od 2022r. - założona stopa wzrostu dla tego segmentu po okresie szczegółowej prognozy wynosi 5%.

## Wycena DCF

WYCENA metodą DCF [mln PLN]	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	TV
<b>Przychody ze sprzedaży i zrównane z nimi</b>	<b>7 753,3</b>	<b>8 197,7</b>	<b>8 163,4</b>	<b>8 324,2</b>	<b>8 470,7</b>	<b>8 605,4</b>	<b>8 730,3</b>	<b>8 846,8</b>	<b>8 956,1</b>	<b>9 059,0</b>	<b>9 156,3</b>	<b>9 243,3</b>
segment hurtu aptecznego	7 617,0	7 991,7	7 877,7	7 699,9	7 623,6	7 744,9	7 857,3	7 962,1	8 060,5	8 153,1	8 240,7	8 281,9
segment pacjency	136,3	206,0	285,7	624,3	847,1	860,5	873,0	884,7	895,6	905,9	915,6	961,4
<b>EBITDA</b>	<b>161,5</b>	<b>212,0</b>	<b>172,5</b>	<b>177,3</b>	<b>180,6</b>	<b>186,1</b>	<b>190,3</b>	<b>194,2</b>	<b>198,5</b>	<b>202,3</b>	<b>206,1</b>	<b>197,8</b>
<b>EBIT</b>	<b>127,0</b>	<b>166,7</b>	<b>133,9</b>	<b>136,8</b>	<b>138,1</b>	<b>141,7</b>	<b>143,9</b>	<b>145,9</b>	<b>148,2</b>	<b>150,1</b>	<b>151,9</b>	<b>153,3</b>
Stopa podatkowa	24%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%
<b>NOPLAT</b>	<b>96,5</b>	<b>128,4</b>	<b>103,1</b>	<b>105,4</b>	<b>106,4</b>	<b>109,1</b>	<b>110,8</b>	<b>112,3</b>	<b>114,1</b>	<b>115,6</b>	<b>117,0</b>	<b>118,1</b>
Amortyzacja	34,5	45,3	38,5	40,5	42,5	44,4	46,4	48,3	50,3	52,3	54,2	54,2
CAPEX	141,8	96,2	63,0	71,4	42,0	44,1	46,1	48,1	50,2	52,2	54,2	54,2
Inwestycje w kapitał obrotowy	-18,6	1,16	-0,09	0,41	0,37	0,34	0,32	0,30	0,28	0,26	0,25	0,25
<b>Free Cash Flow to Firm (FCFF)</b>	<b>7,8</b>	<b>76,3</b>	<b>78,7</b>	<b>74,0</b>	<b>106,4</b>	<b>109,1</b>	<b>110,7</b>	<b>112,2</b>	<b>114,0</b>	<b>115,4</b>	<b>116,7</b>	<b>117,8</b>
Współczynnik dyskontujący		0,99	0,95	0,90	0,86	0,82	0,78	0,75	0,71	0,68	0,65	0,62
<b>DFCFF</b>		<b>75,9</b>	<b>74,6</b>	<b>66,9</b>	<b>91,5</b>	<b>89,4</b>	<b>86,5</b>	<b>83,6</b>	<b>81,0</b>	<b>78,3</b>	<b>75,6</b>	<b>72,8</b>
Stopa wzrostu po okresie prognozy		0,5%										
Stopa wzrostu po okresie prognozy dla segm. kliencki		5,0%										
Wartość rezydualna (TV)		2 758,7										
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		1 704,6										
<b>Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)</b>		<b>2 102,9</b>										
Dług netto/(gotówka netto)		319,5										
<b>Wartość kapitału dla akcjonariuszy</b>		<b>1 783,4</b>										
Ilość akcji [w mln]		4,5										
<b>Cena jednej akcji [PLN]</b>		<b>399</b>										
Przychody zmiana r/r		5,7%	-0,4%	2,0%	1,8%	1,6%	1,5%	1,3%	1,2%	1,1%	1,1%	0,9%
EBIT zmiana r/r		31,3%	-19,7%	2,2%	1,0%	2,6%	1,5%	1,4%	1,6%	1,3%	1,2%	0,9%
FCF zmiana r/r		880,5%	3,1%	-6,0%	43,7%	2,6%	1,5%	1,4%	1,5%	1,2%	1,2%	1,0%
Marża EBITDA		2,6%	2,1%	2,1%	2,1%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,3%	2,1%
Marża EBIT		2,0%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Marża NOPLAT		1,6%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
CAPEX/Przychody		1,2%	0,8%	0,9%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
CAPEX/Amortyzacja		212,4%	163,5%	176,4%	99,0%	99,3%	99,5%	99,6%	99,7%	99,9%	100,0%	100,0%
Zmiana kapitału obrotowego		1,16	-0,09	0,41	0,37	0,34	0,32	0,30	0,28	0,26	0,25	0,25
EV/EBITDA (*19) dla wyceny DCF		9,9										
P/E (*19) dla wyceny DCF		14,2										
Udział zdyskontowanej wartości rezydualnej (PV TV) w		81,1%										

Kalkulacja WACC	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	TV
Stopa wolna od ryzyka	1,72%	1,72%	1,72%	1,72%	1,72%	1,72%	1,72%	1,72%	1,72%	1,72%	1,72%
Premia za ryzyko	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65
Beta (zlewarowana)	0,79	0,84	0,94	0,98	0,91	0,87	0,84	0,82	0,80	0,78	0,77
Koszt kapitału własnego	6,1%	6,3%	6,9%	7,1%	6,7%	6,5%	6,4%	6,2%	6,1%	6,0%	6,0%
Udział kapitału własnego	21,8%	22,4%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	78,2%	77,6%	79,0%	79,0%	79,0%	79,0%	79,0%	79,0%	79,0%	79,0%	79,0%
<b>WACC</b>	<b>4,80%</b>	<b>4,87%</b>	<b>4,97%</b>	<b>5,01%</b>	<b>4,93%</b>	<b>4,88%</b>	<b>4,85%</b>	<b>4,83%</b>	<b>4,81%</b>	<b>4,79%</b>	<b>4,77%</b>

Źródło: DM Banku BPS S.A., P - prognozy

## Analiza wrażliwości

		wzrost/spadek współczynnika wzrostu po okresie prognozy								
		-0,40%	-0,30%	-0,20%	-0,10%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%
wzrost/spadek premii za ryzyko	1,00%	289	294	300	306	313	348	392	449	524
	0,75%	305	311	318	324	331	371	420	484	571
	0,50%	323	330	337	344	352	395	451	524	624
	0,25%	342	350	357	366	374	423	485	569	687
	0,00%	363	372	380	389	399	453	524	621	761
	-0,25%	386	396	405	415	426	487	569	682	850
	-0,50%	412	422	433	444	456	525	619	753	958
	-0,75%	440	451	463	476	489	569	678	837	1 092
	-1,00%	471	484	497	512	527	618	746	939	1 263

Źródło: DM Banku BPS S.A.

## 4. STRATEGIA

Strategia spółki przedstawiona w raporcie inicjującym nie ulegnie istotnym zmianom. Głównym celem strategicznym Neuca S.A. jest umacnianie pozycji lidera w podstawowej działalności czyli hurtowej dystrybucji farmaceutyków oraz rozwój programów rynkowych IPRA oraz Partner+, w których aktualnie uczestniczą 2084 apteki (wzrost o 93% r/r), a które pozwalają usprawnić proces logistyki oraz dostaw, ograniczając w ten sposób koszty oraz zwiększając przychody poprzez sprzedaż produktów własnych (Genoptin, Cera+, Apteo oraz produkty rehabilitacyjne). Spółka na tym polu widzi potencjał szacowany na ok 3 tys. aptek, z którymi aktualnie współpracuje z ramach programu Zysk+ oraz innych regionalnych programach marketingowych.

Neuca S.A. nie planuje ekspansji zagranicznej w ramach podstawowej działalności, natomiast mając świadomość ograniczonego potencjału rozwoju, zakłada znaczące zaangażowanie w segment usług dla pacjentów, obejmujący przychodnie Świat Zdrowia, badania kliniczne oraz telemedycynę. Spółka osiągnęła już skalę działalności pozwalającą na osiąganie przychodów oraz stabilizację kosztów, aktualnie przychody z tego segmentu stanowią ok. 3% przychodów ogółem, a docelowo mają osiągnąć 10%, co ma być realizowane również poprzez ekspansję zagraniczną na rynki Europy Środkowo-Wschodniej.

Bardziej niż na przejmowaniu kolejnych podmiotów, co spółka realizowała w ostatnich latach, a co każdorazowo napotykało trudności w wycenie takich wartości jak relacje z lokalnymi partnerami biznesowymi czy jakość personelu i nie przekładało się w krótkich terminach na wzrost biznesu. Spółka skupi się na budowie wartości poprzez rozwijanie współpracy ze sponsorami badań (najczęściej są to koncerny farmaceutyczne) w celu poszukiwania programów badań klinicznych, które będą uwzględniać już istniejące relacje biznesowe.



## 5. PROGNOZY FINANSOWE

### Rachunek wyników

RACHUNEK WYNIKÓW (w mln zł)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
<b>PRZYCHODY ZE SPRZEDAŻY</b>	<b>7 077,2</b>	<b>7 485,2</b>	<b>7 753,3</b>	<b>8 197,7</b>	<b>8 163,4</b>	<b>8 324,2</b>	<b>8 470,7</b>	<b>8 605,4</b>	<b>8 730,3</b>	<b>8 846,8</b>	<b>8 956,1</b>	<b>9 059,0</b>	<b>9 156,3</b>
Przychody ze sprzedaży produktów	7 077,2	7 485,2	7 753,3	8 197,7	8 163,4	8 324,2	8 470,7	8 605,4	8 730,3	8 846,8	8 956,1	9 059,0	9 156,3
hurt apteczny	7 004,1	7 387,2	7 617,0	7 991,7	7 877,7	7 699,9	7 623,6	7 744,9	7 857,3	7 962,1	8 060,5	8 153,1	8 240,7
marki własne	0,9	2,1	10,8	19,3	24,5	41,6	84,7	86,1	87,3	88,5	89,6	90,6	91,6
przychodnie, badania kliniczne i telemed.	72,1	96,0	125,5	186,7	261,2	582,7	762,4	774,5	785,7	796,2	806,0	815,3	824,1
Koszt sprzedanych produktów	6 363,0	6 746,0	6 968,9	7 374,8	7 367,5	7 512,6	7 644,8	7 766,4	7 879,1	7 984,3	8 082,8	8 175,7	8 263,6
<b>WYNIK BRUTTO ZE SPRZEDAŻY</b>	<b>714,2</b>	<b>739,2</b>	<b>784,4</b>	<b>822,9</b>	<b>795,9</b>	<b>811,6</b>	<b>825,9</b>	<b>839,0</b>	<b>851,2</b>	<b>862,6</b>	<b>873,2</b>	<b>883,3</b>	<b>892,7</b>
Koszty sprzedaży	378,4	420,5	457,5	453,2	444,9	453,7	461,7	469,0	475,8	482,2	488,1	493,7	499,0
Koszty ogólnego zarządu	171,5	176,3	183,0	177,1	195,9	199,8	203,3	206,5	209,5	212,3	214,9	217,4	219,8
<b>WYNIK ZE SPRZEDAŻY</b>	<b>164,4</b>	<b>142,4</b>	<b>143,9</b>	<b>192,7</b>	<b>155,1</b>	<b>158,2</b>	<b>160,9</b>	<b>163,5</b>	<b>165,9</b>	<b>168,1</b>	<b>170,2</b>	<b>172,1</b>	<b>174,0</b>
Pozostałe przychody operacyjne	9,5	10,4	9,4	6,8	8,9	8,4	8,0	8,4	8,3	8,2	8,3	8,3	8,3
Pozostałe koszty operacyjne	34,8	31,0	26,3	32,7	30,0	29,7	30,8	30,2	30,2	30,4	30,3	30,3	30,3
<b>EBIT</b>	<b>139,1</b>	<b>121,7</b>	<b>127,0</b>	<b>166,7</b>	<b>133,9</b>	<b>136,8</b>	<b>138,1</b>	<b>141,7</b>	<b>143,9</b>	<b>145,9</b>	<b>148,2</b>	<b>150,1</b>	<b>151,9</b>
Amortyzacja	30,6	32,9	34,5	45,3	38,5	40,5	42,5	44,4	46,4	48,3	50,3	52,3	54,2
<b>EBITDA</b>	<b>169,7</b>	<b>154,6</b>	<b>161,5</b>	<b>212,0</b>	<b>172,5</b>	<b>177,3</b>	<b>180,6</b>	<b>186,1</b>	<b>190,3</b>	<b>194,2</b>	<b>198,5</b>	<b>202,3</b>	<b>206,1</b>
Przychody finansowe	14,2	13,9	13,9	15,0	14,3	14,4	14,6	14,4	14,5	14,5	14,5	14,5	14,5
Koszty finansowe	13,3	11,9	10,3	13,6	12,0	12,0	12,5	12,1	12,2	12,3	12,2	12,2	12,2
Udział w wyniku metodą praw własności	0,1	-0,1	-1,0	-1,0	-0,7	-0,9	-0,9	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
<b>WYNIK BRUTTO</b>	<b>140,2</b>	<b>123,7</b>	<b>129,6</b>	<b>167,1</b>	<b>135,6</b>	<b>138,4</b>	<b>139,3</b>	<b>143,2</b>	<b>145,3</b>	<b>147,2</b>	<b>149,6</b>	<b>151,4</b>	<b>153,3</b>
Podatek dochodowy	29,0	29,7	31,4	41,9	31,2	31,8	32,0	32,9	33,4	33,9	34,4	34,8	35,3
<b>WYNIK NETTO</b>	<b>111,1</b>	<b>94,0</b>	<b>98,3</b>	<b>125,2</b>	<b>104,4</b>	<b>106,5</b>	<b>107,3</b>	<b>110,2</b>	<b>111,9</b>	<b>113,4</b>	<b>115,2</b>	<b>116,6</b>	<b>118,0</b>

Źródło: Skonsolidowane raporty finansowe, P - prognozy DM Banku BPS S.A.

### Bilans

BILANS (w tys. zł)	2016	2017*	2018*	420,49%										
				1H 2019	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
<b>AKTYWA</b>	<b>2 690 446</b>	<b>3 017 714</b>	<b>3 229 683</b>	<b>3 208 031</b>	<b>3 419 972</b>	<b>3 497 807</b>	<b>3 623 250</b>	<b>3 698 968</b>	<b>3 797 879</b>	<b>3 885 632</b>	<b>3 952 380</b>	<b>4 017 178</b>	<b>4 073 741</b>	<b>4 120 011</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>663 088</b>	<b>827 766</b>	<b>949 744</b>	<b>990 165</b>	<b>996 975</b>	<b>1 059 036</b>	<b>1 086 760</b>	<b>1 141 162</b>	<b>1 128 349</b>	<b>1 136 270</b>	<b>1 186 084</b>	<b>1 185 956</b>	<b>1 185 889</b>	<b>1 185 893</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	285 349	406 147	480 526	511 871	512 295	512 598	513 025	513 543	514 126	514 758	515 430	516 139	516 888	517 687
Wartość firmy	228 717	248 569	301 354	307 257	319 464	342 101	370 398	370 398	370 398	370 398	370 398	370 398	370 398	370 398
Wartości niematerialne	41 385	63 135	76 915	80 807	76 915	76 915	76 915	76 915	76 915	76 915	76 915	76 915	76 915	76 915
Nieruchomości inwestycyjne	26 048	43 440	39 952	39 409	38 953	37 979	37 030	36 104	35 202	34 321	33 463	32 627	31 811	31 016
Aktywa wyceniane w zamortyzowanym koszcie			2 733	2 798	2 765	2 765	2 765	2 765	2 765	2 765	2 765	2 765	2 765	2 765
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych	1 754	5 558	5 983	5 571	5 608	5 608	5 608	5 608	5 608	5 608	5 608	5 608	5 608	5 608
Akcje i udziały nienotowane	525	525	525	525	525	525	525	525	525	525	525	525	525	525
Należności handlowe oraz pozostałe należności	22 777	19 835	17 451	15 975	17 807	35 258	35 258	54 638	42 195	45 744	85 744	85 744	85 744	85 744
Udzielone pożyczki	26 186	25 313	22 643	25 952	22 643	45 286	45 236	80 666	80 616	85 236	95 236	95 236	95 236	95 236
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	30 347	15 244	1 662	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>2 027 358</b>	<b>2 189 948</b>	<b>2 279 939</b>	<b>2 217 866</b>	<b>2 422 997</b>	<b>2 438 772</b>	<b>2 536 490</b>	<b>2 557 806</b>	<b>2 669 529</b>	<b>2 749 362</b>	<b>2 766 296</b>	<b>2 831 222</b>	<b>2 887 852</b>	<b>2 934 118</b>
Zapasy	947 342	1 028 714	1 084 250	969 391	1 123 451	1 118 751	1 140 786	1 160 865	1 179 333	1 196 449	1 212 414	1 227 384	1 241 488	1 254 828
Należności handlowe oraz pozostałe należności	965 861	1 084 904	1 106 838	1 149 940	1 163 329	1 158 462	1 181 279	1 202 071	1 221 194	1 238 918	1 255 449	1 270 951	1 285 555	1 299 369
Należności z tytułu bieżącego podatku dochodowego	17 160	18 410	19 060	17 473	20 110	21 060	22 010	22 960	23 910	24 860	25 810	26 760	27 710	28 660
Udzielone pożyczki	21 658	18 910	29 477	35 268	31 167	35 077	48 986	42 896	46 805	60 715	54 624	58 534	62 443	66 353
Aktywa finansowe dostępne do sprzedaży		1 184		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	68 618	29 688	32 602	38 141	76 424	81 446	83 919	119 009	151 439	179 588	202 809	220 569	231 261	234 070
Pozostałe aktywa	6 719	8 138	7 712	7 653	8 516	23 976	59 509	10 006	46 848	48 832	15 190	27 024	39 394	50 840
<b>PASywa</b>	<b>2 690 446</b>	<b>3 017 714</b>	<b>3 229 683</b>	<b>3 208 165</b>	<b>3 420 023</b>	<b>3 497 863</b>	<b>3 623 308</b>	<b>3 699 028</b>	<b>3 797 942</b>	<b>3 885 699</b>	<b>3 952 451</b>	<b>4 017 252</b>	<b>4 073 821</b>	<b>4 120 095</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>586 654</b>	<b>627 557</b>	<b>640 028</b>	<b>633 206</b>	<b>683 629</b>	<b>813 706</b>	<b>896 403</b>	<b>961 326</b>	<b>1 034 255</b>	<b>1 100 918</b>	<b>1 161 318</b>	<b>1 214 970</b>	<b>1 260 197</b>	<b>1 296 084</b>
<b>Kapitały przypadające akcjonariuszom Jednostki</b>	<b>577 867</b>	<b>621 390</b>	<b>638 761</b>	<b>631 955</b>	<b>682 309</b>	<b>812 138</b>	<b>894 678</b>	<b>959 480</b>	<b>1 032 273</b>	<b>1 098 813</b>	<b>1 159 101</b>	<b>1 212 655</b>	<b>1 257 801</b>	<b>1 293 624</b>
Kapitał podstawowy	4 410	4 678	4 533	4 537	4 626	4 418	4 410	4 495	4 580	4 665	4 750	4 835	4 920	5 004
Akcje własne (wielkość ujemna)	-14 652	-43 493	-12 379	-54 452	-88 246	-26 568	-23 571	-22 780	-21 896	-20 910	-19 822	-18 624	-17 306	-15 853
Kapitał zapasowy	331 105	425 119	426 261	432 691	450 407	448 084	463 422	479 019	494 162	508 782	522 810	536 160	548 733	560 409
Kapitał z aktualizacji wyceny zabezpieczeń przepływów pieniężnych	-1 779	-326												
Pozostałe kapitały	10 604	13 843	16 531	18 763	19 586	22 550	21 235	9 046	8 605	7 291	5 976	4 661	3 346	2 031
Niepodzielony wynik z lat ubiegłych	136 452	129 878	108 459	165 248	170 704	259 268	322 643	382 435	436 574	487 112	532 013	570 447	601 494	624 016
Zysk (-strata) netto	111 727	91 691	95 356	65 168	125 232	104 387	106 539	107 265	110 248	111 873	113 375	115 176	116 614	118 015
<b>Kapitały przypadające akcjonariuszom</b>	<b>8 787</b>	<b>6 167</b>	<b>1 267</b>	<b>1 251</b>	<b>1 320</b>	<b>1 568</b>	<b>1 724</b>	<b>1 846</b>	<b>1 982</b>	<b>2 105</b>	<b>2 217</b>	<b>2 315</b>	<b>2 396</b>	<b>2 460</b>
<b>Zobowiązania</b>	<b>2 103 792</b>	<b>2 390 157</b>	<b>2 589 655</b>	<b>2 574 959</b>	<b>2 736 394</b>	<b>2 684 156</b>	<b>2 726 905</b>	<b>2 737 702</b>	<b>2 763 687</b>	<b>2 784 780</b>	<b>2 791 133</b>	<b>2 802 282</b>	<b>2 813 624</b>	<b>2 824 011</b>
Zobowiązania długoterminowe	72 479	149 959	201 895	221 604	217 208	202 872	198 862	188 918	179 473	176 911	161 974	153 875	146 182	138 872
w tym zobowiązania finansowe	68 215	148 620	192 562	200 440	212 487	201 863	196 893	187 048	177 696	168 811	160 370	152 352	144 734	137 497
Zobowiązania krótkoterminowe	2 031 313	2 240 198	2 387 760	2 353 355	2 519 185	2 481 284	2 528 044	2 548 784	2 584 215	2 607 869	2 629 159	2 648 406	2 667 442	2 685 138
w tym zobowiązania finansowe	85 320	72 128	159 560	201 774	211 149	183 024	173 569	164 114	154 659	145 204	135 749	126 294	116 839	107 384
w tym zobowiązania handlowe oraz inne operacyjne	1 918 394	2 157 991	2 210 845	2 151 581	2 307 692	2 298 038	2 343 301	2 384 545	2 422 480	2 457 638	2 490 431	2 521 183	2 550 153	2 577 554

[\*] Inwestorzy z tytułu MESF 16 oraz MESF 9 (inhabowani)

Źródło: Skonsolidowane raporty finansowe, P - prognozy DM Banku BPS S.A.



## Rachunek przepływów

RACHUNEK PRZEPIYÓW (w tys. zł)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
<b>Przeptywy operacyjne</b>	<b>175 262</b>	<b>121 764</b>	<b>121 935</b>	<b>183 530</b>	<b>155 028</b>	<b>159 422</b>	<b>162 876</b>	<b>168 157</b>	<b>172 040</b>	<b>175 979</b>	<b>180 117</b>	<b>183 905</b>	<b>187 686</b>
Wynik brutto	140 191	123 728	129 633	167 086	135 567	138 362	139 305	143 179	145 290	147 240	149 579	151 446	153 267
Amortyzacja	30 566	32 881	34 488	45 274	38 528	40 489	42 450	44 411	46 372	48 333	50 294	52 255	54 216
Wycena programu motywacyjnego	5 969	4 103	3 909	4 910	5 160	5 564	5 981	6 398	6 815	7 232	7 650	8 067	8 484
Pozostałe korekty	6 712	-8 900	5 263	6 958	7 040	6 421	6 806	6 756	6 661	6 741	6 719	6 707	6 722
Zmiana stanu zapasów	138 533	-81 372	-55 536	-39 201	4 700	-22 035	-20 079	-18 468	-17 116	-15 965	-14 971	-14 104	-13 340
Zmiana stanu należności	-98 427	-148 228	-9 783	-56 491	4 867	-22 817	-20 791	-19 123	-17 724	-16 531	-15 502	-14 604	-13 813
Zmiana stanu zobowiązań	-29 632	219 522	46 752	96 847	-9 654	45 263	41 244	37 935	35 158	32 795	30 752	28 970	27 401
Zapłacony podatek dochodowy	-18 650	-19 970	-32 791	-41 854	-31 180	-31 823	-32 040	-32 931	-33 417	-33 865	-34 403	-34 833	-35 251
<b>Przeptywy inwestycyjne</b>	<b>-77 582</b>	<b>-52 659</b>	<b>-141 795</b>	<b>-96 166</b>	<b>-63 010</b>	<b>-71 407</b>	<b>-42 042</b>	<b>-44 092</b>	<b>-46 124</b>	<b>-48 147</b>	<b>-50 166</b>	<b>-52 188</b>	<b>-54 220</b>
Wydatki na nabycie środków trwałych i WNIP	-44 959	-58 631	-110 100	-84 366	-45 346	-46 707	-48 108	-49 551	-51 038	-52 569	-54 146	-55 770	-57 444
Wpływy ze sprzedaży aktywów trwałych	2 492	5 590	16 882	8 321	7 489	6 740	6 066	5 460	4 914	4 422	3 980	3 582	3 224
Wydatki na nabycie udziałów w jednostkach zależnych	-40 953	-31 162	-48 617	-20 122	-25 153	-31 441							
Pozostałe	5 838	31 544	40										
<b>Przeptywy finansowe</b>	<b>-101 059</b>	<b>-108 035</b>	<b>22 774</b>	<b>-43 542</b>	<b>-86 996</b>	<b>-85 542</b>	<b>-85 744</b>	<b>-91 635</b>	<b>-97 767</b>	<b>-104 611</b>	<b>-112 191</b>	<b>-121 024</b>	<b>-130 658</b>
Wpływy z emisji akcji	11 464	21 489	7 618	24 227	23 538	22 900	22 109	21 225	20 239	19 151	17 953	16 635	15 182
Nabycie akcji własnych	-41 958	-28 841	-65 089	-88 246	-26 568	-23 571	-22 780	-21 896	-20 910	-19 822	-18 624	-17 306	-15 853
Wpływy z zaciągniętych kredytów i pożyczek	15 845		148 019	96 617									
Spłaty kredytów i pożyczek	-44 806	-57 933	-22 068	-25 103	-28 125	-25 049	-19 300	-18 807	-18 340	-17 896	-17 474	-17 073	-16 692
Dywidendy wypłacone	-22 047	-26 296	-29 555	-33 111	-36 668	-41 012	-46 746	-53 126	-59 710	-66 973	-74 940	-84 129	-94 091
Spłata zobowiązań z tytułu leasingu finansowego	-8 840	-7 740	-9 714	-9 639	-10 076	-10 513	-10 950	-11 387	-11 824	-12 261	-12 698	-13 135	-13 572
Odsetki zapłacone	-10 717	-8 714	-7 580	-8 287	-9 097	-8 298	-8 077	-7 644	-7 222	-6 811	-6 409	-6 016	-5 632
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>-3 379</b>	<b>-38 930</b>	<b>2 914</b>	<b>43 822</b>	<b>5 022</b>	<b>2 473</b>	<b>35 090</b>	<b>32 430</b>	<b>28 149</b>	<b>23 221</b>	<b>17 760</b>	<b>10 693</b>	<b>2 808</b>
<b>Środki pieniężne na koniec okresu</b>	<b>68 618</b>	<b>29 688</b>	<b>32 602</b>	<b>76 424</b>	<b>81 446</b>	<b>83 919</b>	<b>119 009</b>	<b>151 439</b>	<b>179 588</b>	<b>202 809</b>	<b>220 569</b>	<b>231 261</b>	<b>234 070</b>

Źródło: Skonsolidowane raporty finansowe, P - prognozy DM Banku BPS S.A.

## 6. CZYNNIKI RYZYKA

### Ryzyko konkurencji

Konkurencja na rynku hurtu aptecznego w Polsce może spowodować spadek średnich realizowanych marż, co może negatywnie oddziaływać na wyniki finansowe Grupy Neuca S.A.

### Ryzyko makroekonomiczne

Rozwój rynku farmaceutycznego może być powiązany z tempem wzrostu polskiej gospodarki tak, że obniżenie się dynamiki rozwoju gospodarczego w Polsce może spowodować spadek dynamiki sprzedaży Grupy Neuca S.A. W szczególności może to zjawisko być odczuwalne w segmencie leków sprzedawanych bez recepty (OTC), gdzie Grupa Neuca S.A. realizuje wyższe marże i w następstwie spowodować pogorszenie się wyników finansowych.

### Ryzyko płynności

Grupa Neuca S.A. finansuje w części działalność operacyjną za pomocą długu, co generuje ryzyko utraty płynności finansowej w momencie utraty lub utrudnienia finansowania kapitałem obcym. W celu zarządzania ryzykiem płynności Grupa Neuca S.A. ponosi koszt utrzymywania koniecznych rezerw finansowych oraz stale optymalizuje rotację kapitału obrotowego.

## **Ryzyko wzrostu kosztów obsługi długu**

Zadłużenie Grupy Neuca S.A. jest w większości obsługiwane poprzez zmienne oprocentowanie według formuły opartej o stopy procentowe oraz marżę dostawcy strony finansującej. Stwarza to ryzyko zwiększenia się kosztów finansowania długiem w przypadku wzrostu stóp procentowych oraz w przypadku wzrostu marż (co może być spowodowane spadkiem apetytu na ryzyko na rynkach finansowych albo pogorszeniem się sytuacji finansowej Grupy Neuca S.A.).

## **Ryzyko prawne**

Otoczenie prawne ma istotny wpływ na działalność Grupy Neuca S.A. Na mocy ustawy o refundacji leków z 2011 roku zostały stopniowo ograniczone marże hurtowe na leki refundowane oraz wprowadzono nowe marże detaliczne. Dodatkowo ustawa wprowadziła całkowity zakaz stosowania wszelkich zachęt przy dystrybucji i sprzedaży leków refundowanych. W rezultacie została ograniczona istotnie rentowność Grupy Neuca S.A. Ryzyko prawne może pośrednio dotyczyć Grupy Neuca S. A. (która sama nie posiada własnych aptek) w przypadku niekorzystnych zmian w prawie dotyczącym aptek – głównych odbiorców Spółki (np. zmiany w prawie farmaceutycznym istotnie znowelizowanym w 2017 r.). Kolejne zmiany prawne w przyszłości mogą znacząco wpłynąć na funkcjonowanie Grupy.

## **Ryzyko kondycji finansowej aptek**

Wzrost konkurencyjności wśród aptek (w tym rosnąca liczba aptek sieciowych) oraz inne czynniki prawne i makroekonomiczne mogą niekorzystnie wpłynąć na sytuację finansową aptek niezależnych, a w rezultacie pogorszyć ich zdolność do terminowej realizacji zobowiązań. W następstwie może to spowodować pogorszenie się wyników finansowych Grupy Neuca S.A.

## **Ryzyko braku dostępności leków**

Ministerstwo Zdrowia prowadzi wykaz leków zagrożonych brakiem dostępności (aktualizowanym co dwa miesiące). Na liście są umieszczane farmaceutyki, których brakuje w co najmniej 5% aptek w danym województwie. Lista deficytowych leków z lipca 2019 r. jest rekordowo szeroka, gdyż znajduje się na niej 341 lekarstw (wobec 311 pozycji na koniec 2018 roku oraz 169 w lipcu 2016 r.). W przypadku wzrostu liczby leków deficytowych utrzymujących się przez dłuższy okres może to negatywnie wpłynąć na wielkość sprzedaży Grupy Neuca S.A.

## **Ryzyko sądowe**

Przeciwko podmiotom należącym do Grupy Neuca S.A. prowadzonych jest kilka spraw gospodarczych i cywilnych. Spółka informuje o nich w swoich raportach finansowych. Stan taki generuje dodatkowe koszty obsługi prawnej oraz absorbuje własne i zewnętrzne zasoby

organizacyjne, co obciąża Grupę Neuca S.A. jeszcze przed ostatecznym rozstrzygnięciem sprawy w sądzie.

### **Ryzyko ograniczenia listy leków refundowanych**

Większą część sprzedaży w segmencie leków dostępnych na receptę (Rx) stanowią leki refundowane w części lub w całości. W przypadku ograniczenia listy leków refundowanych lub ograniczeniu poziomu refundacji może się pojawić ryzyko częściowego ograniczenia zakupów przez pacjentów i spowodować to negatywny wpływ na dynamikę sprzedaży Grupy Neuca S.A.

### **Ryzyko walutowe**

Istotna część dystrybuowanych farmaceutyków jest produkowana za granicą. Na chwilę bieżącą Grupa Neuca S.A. posiada tak silną pozycję rynkową, że zdołała w całości przerzucić ryzyko walutowe na dostawców leków do Polski. Nie zmienia to faktu, że w przyszłości mogą ulec zmianie warunki rynkowe lub pozycja samej Grupy tak, że ta nie zdoła unikać ponoszenia ryzyka walutowego w całości.

#### WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW:

**CAPEX** (*ang. capital expenditures*) – wydatki inwestycyjne na rozwój produktu lub wdrożenie systemu (w tym na wartości niematerialne i prawne) w części, w której kapitał przeznaczony jest na podtrzymanie dotychczasowej zdolności przedsiębiorstwa do generowania przychodu.

**DCF** (*ang. discounted cash flow*) – zdyskontowane przepływy pieniężne; wszystkie przyszłe przepływy pieniężne są szacowane i dyskontowane w celu określenia ich wartości bieżącej. Wartość używanej stopy dyskontowej odpowiada kosztowi kapitału i zawiera ocenę ryzyka dotyczącego przyszłych przepływów pieniężnych.

**DFCF** – zdyskontowane wolne przepływy do firmy (*Discounted FCF*).

**DY** (*ang. dividend yield*) – stopa dywidendy, czyli iloraz dywidendy przypadającej na jedną akcję i ceny rynkowej akcji.

**DY** (*ang. dividend yield*) skorygowany – skorygowana stopa dywidendy, w ten sposób, że wartość dywidendy została powiększona odpowiednio o wartość wypłat dla akcjonariusza w formie skupu akcji.

**EBIT** (*ang. earnings before deducting interest and taxes*) – wynik operacyjny, czyli wynik przed odliczeniem podatków i odsetek.

**EBITDA** (*ang. earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) – zysk operacyjny przedsiębiorstwa przed potrąceniem odsetek od zaciągniętych zobowiązań oprocentowanych (kredytów, obligacji), podatków, amortyzacji wartości niematerialnych i prawnych (*ang. amortization*) oraz amortyzacji (deprecjacji) rzeczowych aktywów trwałych (*ang. depreciation*); tu EBITDA = wynik operacyjny + deprecjacja rzeczowych aktywów trwałych + amortyzacja wartości niematerialnych i prawnych.

**EV** (*ang. Enterprise Value*) – całkowita wartość przedsiębiorstwa; tu EV = bieżąca kapitalizacja giełdowa + dług netto.

**EV/EBITDA** – wskaźnik oblicza się dzieląc bieżącą wartość przedsiębiorstwa (EV) przez wartość EBITDA.

**FCFF** (*ang. Free Cash Flow to Firm*) – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli, które można zdefiniować jako przepływy powstałe w wyniku prowadzenia przez przedsiębiorstwo działalności operacyjnej i inwestycyjnej, po uregulowaniu wszelkich oczekiwań finansowych dawców kapitału, czyli wszystkich stron finansujących przedsiębiorstwo.

**GPW** – Giełda Papierów Wartościowych.

**MSSF 9** – Międzynarodowy Standard Sprawozdawczości Finansowej nr 9 „Instrumenty finansowe” obowiązuje do okresów rocznych rozpoczynających się 01.01.2019 r. lub później. MSSF 9 modyfikuje zasady klasyfikacji i wyceny instrumentów dłużnych.

**MSSF 16** – Międzynarodowy Standard Sprawozdawczości Finansowej nr 16 „Leasing” MSSF 16 zacznie obowiązywać dla okresów sprawozdawczych rozpoczynających się 01.01.2019 r. wpływa na spółki, które używają aktywów w oparciu o umowę dzierżawy, najmu i leasingu, gdzie prawo do użytkowania jest traktowane tak jak inne aktywa niefinansowe.

**NOPLAT** – wynik operacyjny netto pomniejszony o skorygowane podatki; tu NOPLAT = EBIT\*(1 - stopa podatkowa).

**OTC** (*ang. Over the Counter*) – tu: leki wydawane bez recepty lekarskiej. Idea OTC umożliwia pacjentom samoleczenie w powszechnych dolegliwościach, jak również w okresie przed zasięgnięciem porady lekarskiej. Aby produkt leczniczy mógł zostać dopuszczony do obrotu jako lek OTC, musi być bezpieczny w ściśle limitowanym czasie stosowania (zwykle do 3 lub 5 dni) w konkretnych, łatwych do samodiagnozowania przez pacjenta dolegliwościach. Kryteria dostępności produktów leczniczych wydawanych bez recepty są definiowane przez WHO oraz w Europie przez EMA. Przeciwnieństwem do leków dostępnych bez recepty lekarskiej, są leki na receptę oznaczane skrótem Rx.

**P/BV** (*ang. price/book value*) – wskaźnik oblicza się dzieląc bieżącą kapitalizację spółki giełdowej przez księgową wartość jej kapitału własnego (wartość księgową), którą podaje bilans spółki.

**P/E** (*ang. price earnings ratio*) – wskaźnik akcji giełdowych. Oblicza się go dzieląc cenę rynkową jednej akcji przez zysk netto przypadający na jedną akcję.

**PV TV** – wartość bieżąca (*ang. Present Value*), czyli zdyskontowana na bieżący moment wartość rezydualna (TV).

**RB** – raport bieżący.

**RN** – rada nadzorcza.

**Rx** – leki dostępne na receptę.

**TV** (*ang. Terminal Value*) – wartość rezydualna; wartość przedsiębiorstwa po okresie prognozy; tu oszacowana za pomocą modelu Gordona.

**WACC** (*ang. weighted average cost of capital*) – średni ważony koszt kapitału; wskaźnik finansowy, informujący o przeciętnym koszcie względnym kapitału zaangażowanego w finansowanie przedsiębiorstwa.

## ZASTRZEŻENIA PRAWNE

### INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA PRAWNE

Niniejsze Opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy autorów według stanu na dzień jego sporządzenia. Autorzy nie uwzględniają w opracowaniu jakichkolwiek indywidualnych celów inwestycyjnych, sytuacji finansowej, ani potrzeb czy żądań potencjalnych adresatów opracowania, lub jego zlecniodawców).

Opracowanie publikowane jest w ramach Pilotażowego Programu Wsparcia Analitycznego prowadzonego przez Giełdę Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie („Zlecniodawca”).

Niniejsze opracowanie nie stanowi: (1) osobistej rekomendacji; bądź (2) porady inwestycyjnej, prawnej, lub innego typu; bądź (3) zachęty do działania, inwestowania czy pozbywania się inwestycji w szczególności sposób; bądź (4) oceny lub zapewnienia opłacalności inwestycji w instrumenty finansowe nim objęte.

Niniejsze opracowanie stanowi „badanie inwestycyjne” nie realizowane w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego lub zarządzania portfelami w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. z 2018 r. poz. 2286, 2243, 2244, z 2019 r. poz. 730, 875).

Niniejsze opracowanie stanowi „publikację handlową” w rozumieniu Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Opracowanie nie zostało przygotowane zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych i nie podlega żadnym zakazom w zakresie rozpowszechniania badań inwestycyjnych.

Niniejsze opracowanie nie stanowi „rekomendacji” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylającego dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE.

Opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, oraz na podstawie informacji dostępnych publicznie w dniu publikacji opracowania, lub pozyskanych ze źródeł wiarygodnych dla Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie gwarantuje kompletności, prawdziwości lub dokładności danych źródłowych. Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za ewentualne szkody poniesione w wyniku takich decyzji inwestycyjnych.

Prezentowane dane odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie gwarantują wyników w przyszłości.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. otrzyma od Zlecniodawcy wynagrodzenie z tytułu sporządzenia niniejszego opracowania w kwocie: maksymalnie 50 000 PLN netto rocznie przez okres dwóch lat. Zlecniodawca nie jest zainteresowany wynikiem badania inwestycyjnego.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. oraz jego akcjonariusz lub pracownicy mogą posiadać akcje Emitenta, będące przedmiotem niniejszego opracowania.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających wydanie opracowania Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie oferował w obrocie pierwotnym ani w pierwszej ofercie publicznej instrumentów finansowych Emitenta, ani nie pełnił funkcji animatora dla nowo wyemitowanych instrumentów finansowych, których dotyczy opracowanie.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających wydanie opracowania Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie dokonywał nabywania lub zbywania instrumentów finansowych Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjną lub usługową.

Jest prawdopodobne, że w toku prowadzenia statutowej działalności Dom Maklerski Banku BPS S.A. złoży Emitentowi ofertę świadczenia usług w ramach posiadanego zezwolenia, i że w wyniku złożenia takiej oferty, może dojść do zawarcia umów z Emitentem.

Według najlepszej wiedzy Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. Emitent instrumentów finansowych objętych opracowaniem nie posiada akcji Domu Maklerskiego lub podmiotów z nim powiązanych.

Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszego opracowania, lub jego części, oraz wykorzystywanie materiału do własnych opracowań celem publikacji, bez pisemnej zgody Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. jest zabronione. Niniejsze opracowanie jest prawnie chronione zgodnie z Ustawą z 4 lutego 1994 r. o prawie autorskim i prawach pokrewnych.

Organem sprawującym nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. jest Komisja Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, przy ulicy Pięknej 20.

## Dom Maklerski Banku BPS S.A.

ul. Grzybowska 81, 00-844 Warszawa,

tel.: +48 22 53 95 555, fax.: +48 22 53 95 556

[www.dmbps.pl](http://www.dmbps.pl)

[dm@dmbps.pl](mailto:dm@dmbps.pl)

### Departament Analiz:

#### **Tomasz Czarnecki, MPW**

p.o. Dyrektor Departamentu Analiz

[tomasz.czarnecki@dmbps.pl](mailto:tomasz.czarnecki@dmbps.pl)

tel.: (22) 53 95 542

#### **Artur Wizner, MPW**

Analitik

[artur.wizner@dmbps.pl](mailto:artur.wizner@dmbps.pl)

tel.: (22) 53 95 548

**Jacek Borawski**  
Analitik Techniczny

**Wojciech Białek**  
Analitik

### Dane kontaktowe do Departamentu Sprzedaży:

#### **Dariusz Stasiak, MPW**

Dyrektor Departamentu Sprzedaży

[dariusz.stasiak@dmbps.pl](mailto:dariusz.stasiak@dmbps.pl)

tel.: (22) 53 95 541

#### **Artur Kobos, MPW**

Zastępca Dyrektora Departamentu Sprzedaży

[artur.kobos@dmbps.pl](mailto:artur.kobos@dmbps.pl)

tel.: (22) 53 95 511

#### **Bartosz Szaniawski**

[bartosz.szaniawski@dmbps.pl](mailto:bartosz.szaniawski@dmbps.pl)

tel.: (22) 53 95 525

#### **Lech Kucharski, MPW**

[lech.kucharski@dmbps.pl](mailto:lech.kucharski@dmbps.pl)

tel.: (22) 53 95 522

#### **Marcin Jakubiak, MPW**

[marcin.jakubiak@dmbps.pl](mailto:marcin.jakubiak@dmbps.pl)

tel.: (22) 53 95 560

#### **WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW:**

DI – licencjonowany Doradca Inwestycyjny; MPW – Makler